

3Q 2013

Quarterly Report in Russian

UKRAINIAN ECONOMIC TRENDS FORECAST

Da Vinci AG Analytic Group

UKRAINIAN ECONOMIC TRENDS FORECAST

3Q 2013

By Da Vinci AG Analytic Group
(Quarterly information product)

DISCLAIMER: Da Vinci AG shall not be held liable for any improper or incorrect use of the 'Ukrainian Economic Trends Forecast' information described and/or contained herein and assumes no responsibility for anyone's use of the information. In no event shall Da Vinci AG be liable for any direct, indirect, incidental, special, exemplary, or consequential damages (including, but not limited to: procurement of substitute goods or services; loss of use, data, or profits; or business interruption) however caused and on any theory of liability, whether in contract, strict liability, tort (including negligence or otherwise), or any other theory arising in any way out of the use of this system, even if advised of the possibility of such damage. This disclaimer of liability applies to any damages or injury, whether based on alleged breach of contract, tortious behavior, negligence or any other cause of action, including but not limited to damages or injuries caused by any failure of performance, error, omission, interruption, deletion, defect, delay in operation or transmission, computer virus, communication line failure, and/or theft, destruction or unauthorized access to, alteration of, or use of any record.

© Da Vinci AG, July 2013.

РАЗДЕЛ 1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ



Во втором полугодии ЗВР Украины продолжают сокращаться

После стабилизации ЗВР Украины в I квартале 2013 года, к концу первого полугодия произошло плавное их снижение, как и прогнозировалось в предыдущем прогнозе Ukrainian Economic Trends Forecast на II квартал текущего года. После снижения на 2,8% в мае в июне упали еще на 5,7% или на 1,398 млрд. долл. Таким образом, валютные резервы НБУ сократились до минимума марта 2007 года.

Причиной сокращения резервов стало погашение суверенных еврооблигаций 2003 года на сумму 1 млрд. долл., снижение цены на золото и осуществление процентных платежей по суверенным долгам в иностранной валюте.

Несмотря на то, что уровень ЗВР все еще покрывает трехмесячный импорт, он стремительно приближается к этому рубежу. При этом необходимо подчеркнуть, что **показатель трехмесячного импорта также сокращается из-за правительственной политики, направленной на сокращение импорта.** Это означает, что с одной стороны регулятор имеет еще запас прочности резервов за счет сокращения объемов импорта в страну. Однако с другой стороны, это означает, что уровень ЗВР сегодня уже не обеспечивает объемы трехмесячного импорта в показателях IV квартала 2012 года.

Таким образом, ключевыми факторами дальнейшей динамики ЗВР является:

- способность Министерства финансов осуществлять рефинансирование внешних суверенных обязательств. Для этого до конца года ему необходимо привлечь порядка 2-3 млрд.долл. за счет еврооблигаций, долларовых ОВГЗ, кредита МВФ или других источников;
- обеспечение притока иностранной валюты в условиях просадки на мировых экспортных рынках;
- продолжение сдерживания спроса на валюту со стороны населения;
- продолжение снижения объемов импорта в страну.

По нашим оценкам, регулятору вряд ли удастся предотвратить дальнейшее снижение уровня ЗВР в перспективе текущего года, хотя мы полагаем, что оно не будет резким и значительным.

В связи с ожиданиями дальнейшего сокращения ЗВР мы не исключаем того, что регулятор ужесточит валютное регулирование. В III-IV квартале Украину ожидает выплата обязательств перед МВФ на сумму около 2,9 млрд.долл., погашение размещенных на внутреннем рынке облигаций, номинированных в инвалюте, на 1,4 млрд. долл., а также сезонный осенний рост спроса на иностранную валюту. К этому необходимо добавить вероятный рост импорта энергоносителей в преддверии осенне-зимнего сезона, что создаст дополнительное давление на торговый дефицит.

Поскольку, по нашим оценкам, правительство имеет мало шансов на увеличение притока валюты за счет размещения внутренних или внешних валютных облигаций, оно **будет**

Январь 2012	31,364 млрд. долл.
Февраль 2012	31,048 млрд. долл.
Март 2012	31,129 млрд. долл.
Апрель 2012	31,66 млрд. долл.
Май 2012	30,7 млрд. долл.
Июнь 2012	29,318 млрд. долл.
Июль 2012	30,079 млрд. долл.
Август 2012	29,994 млрд. долл.
Сентябрь 2012	29,254 млрд. долл.
Октябрь 2012	26,811 млрд. долл.
Ноябрь 2012	25,255 млрд. долл.
Декабрь 2012	24,546 млрд. долл.
Январь 2013	24,652 млрд. долл.
Февраль 2013	24,709 млрд. долл.
Март 2013	24,728 млрд. долл.
Апрель 2013	25,241 млрд. долл.
Май 2013	24,542 млрд. долл.
Июнь 2013	23,144 млрд. долл.

вынуждено обратиться к административным мерам по ограничению спроса на валюту. В частности, регулятор еще не использовал весь ресурс норматива обязательной продажи валютной выручки экспортеров, который может быть увеличен с 50% до 75%.

Позитивным показателем II квартала является то, что регулятор в мае-июне месяце прекратил выходить с интервенциями на валютный рынок для поддержки курса национальной валюты путем продажи инвалюты на межбанке. В январе-июне 2013 года объем чистых интервенций НБУ на межбанковском валютном рынке снизился в 2,5 раза – до 524,36 млн. долл., тогда как за аналогичный период прошлого года объем чистых интервенций Нацбанка составил 1,3 млрд. долл. Это существенно улучшает ситуацию вокруг резервов. В то же время нельзя исключать, что Нацбанк не вернется к продаже валюты в случае роста спроса на иностранную валюту на рынке.

По результатам первого полугодия регулятору удалось отойти от оперативного регулирования валютного рынка в сторону административных инструментов.

Кроме того, как и прогнозировалось в *Ukrainian Economic Trends Forecast* на II квартал 2013 года, сокращение монетарного золота в структуре ЗВР в первые три месяца не стало трендом и продолжилось во II квартале. Однако этот процесс происходил в условиях сокращения валютных резервов. Так, в июне объем золота в ЗВР Украины сократился на 12,6% - до 1,432 млрд. долл., по сравнению с 1,638 млрд. долл. на конец мая. При этом доля золота в резервах увеличилась до 6,55% против 6,44% в мае¹. Это означает, что, несмотря на приобретения золота на межбанке, его переоценка на фоне снижения мировых котировок привела к снижению объемов, тогда как его доля возросла на фоне снижения резервов в валюте. Таким образом, мы полагаем, что регулятору целесообразно продолжить наращивание доли золота в структуре резервов, что даст возможность минимизировать риски, связанные с неопределенностью ведущих мировых экономик и актуальными рисками валютных войн.

На ситуацию вокруг ЗВР позитивным образом могло бы оказать влияние возобновление сотрудничества с МВФ. Однако, по нашим оценкам, **все вероятные условия предоставления финансовой помощи со стороны Фонда, так или иначе, окажут негативное дестабилизирующее влияние на ситуацию в стране с серьезным ударом по политическим позициям правительства и провластных сил. В то же время в условиях высоких рисков МВФ не будет идти на уступки официальному Киеву, смягчая условия предоставления транша. В связи с этим мы полагаем, что в вопросе привлечения кредита МВФ Украина находится в патовой ситуации, где любой сценарий формирует высокие риски: экономические или социально-политические.**

Таким образом, мы сохраняем прогноз, представленный в *Ukrainian Economic Trends Forecast* на II квартал 2013 года относительно продолжения тенденции сокращения ЗВР Украины в текущем году с оценкой ЗВР к концу года при оптимистическом сценарии на уровне 21,5 млрд. долл. и пессимистическом сценарии - ниже 20 млрд. долл.

Подобное снижение не является критическим для национальной экономики, однако, принимая во внимание, что в 2014 году сохранятся высокие объемы выплат по внешним долговым обязательствам, формируется достаточно негативный тренд, который не позволит в данный период обеспечить наращивание резервов.

¹ Нацбанк в июне 2013 г. закупил на межбанке 82,4 тыс. тройских унций золота.

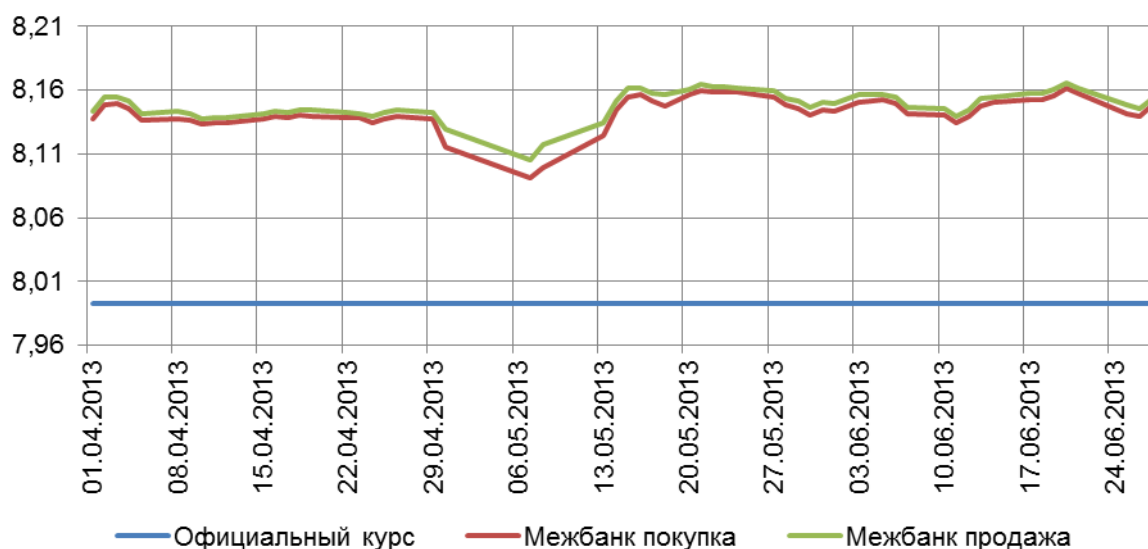


Курс национальной валюты сохранит свои позиции несмотря на растущее девальвационное давление

Положительное сальдо валютных интервенций, а также низкие ставки овернайт на гривневом межбанковском рынке свидетельствуют об отсутствии давления на гривну в течение II квартала несмотря на сокращение ЗВР. Снижение курса на межбанке в первые числа мая обусловлено исключительно праздничными днями и не является трендом. Тем не менее, начиная с 14 мая курс на межбанке вырос, зафиксировавшись вблизи отметки 8,16 грн. вплоть до конца квартала.

Несмотря на незначительный рост курса на межбанке в сравнении с апрелем месяцем, регулятор сохранил контроль над спросом на наличную валюту. Население продолжило продавать наличной инвалюты больше, чем покупать. Данный тренд сохранялся в течение трех месяцев, что является наибольшим периодом с начала 2005 года. В январе-июне текущего года чистая покупка населением валюты составила 158,6 млн. долл., что в 18,6 раз меньше показателя чистой покупки по итогам января-июня прошлого года (2,950 млрд. долл.).

В общей сложности регулятор совместно с правительством «выжал» у населения свыше 350 млн. долл. К этой сумме необходимо добавить 520 млн.долл. выплат населения по ипотечным кредитам, а также 97 млн.долл. размещений валютных депозитов. Однако **мы сомневаемся, что большая часть этой долларовой массы в виде платежей по ипотеке является сбережениями.** По нашим оценкам, это прямые или конвертированные доходы. Кроме того, прирост валютных вкладов населения в июне текущего года на 107,9 млн долл., после их снижения в течение пяти последних месяцев является частичным возвратом в банковскую систему средств, ранее снятых с валютных депозитов. Это свидетельствует о том, что поведение населения было обусловлено скорее недоверием к государственной политике на валютном рынке, а не к иностранной валюте. Косвенным доказательством является то, что на конец июня 2013 года 44,5% средств физических лиц в банках размещены в иностранной валюте, в то время как в июне 2008 года этот показатель составлял около 38%.



Это дает основания прогнозировать, что в случае появления тревожных сигналов на рынке осенью текущего года спрос на иностранную валюту может резко возрасти, спровоцировав Нацбанк на ужесточение мер.

Полагаем, что снижение спроса населения на иностранную валюту связано в первую очередь с фактором потери возможности наращивать сбережения за счет конвертации нацвалюты. Это может быть связано с дезориентацией населения

относительно средства сбережений в условиях девальвационных рисков национальной валюты, неопределенности евро, доллара и жесткой политики правительства по дедолларизации экономики. В такой ситуации не исключено, что часть населения приостановила накопления в инвалюте и увеличила спрос на товары и услуги на внутреннем рынке, а часть ушла в гривну. В то же время, **по нашим оценкам, в Украине продолжается рост сегмента населения, который полностью потерял возможность к осуществлению накоплений.** Это крайне тревожный сигнал для правительства, поскольку свидетельствует об ошибочной оценке причин снижения спроса на иностранную валюту и переоценке эффективности политики по дедолларизации экономики.

Мы также считаем ошибочной интерпретацию данных о росте средств физических лиц в банковской системе Украины за последние 12 месяцев на 21%. Активный рост средств физических лиц в национальной валюте отражает скорее сравнительное различие в процентных ставках по вкладам в национальной (14-17%) и иностранной валюте (4-6%). При этом необходимый уровень вклада в инвалюте при неизменном валютном курсе и реальной картине инфляции может быть интересен лишь в случае размещения депозита на сумму, недоступную подавляющей части населения.

В перспективах III квартала мы сохраняем сдержанный оптимизм в отношении курса национальной валюты. Несмотря на то, что регулятор сохраняет возможности поддержки курса, неблагоприятный экономический фон делает реализацию этой политики все более и более трудной. В случае, если Министерству финансов не удастся обеспечить достаточный уровень притока заемного капитала, IV квартал станет критическим для национальной валюты.

По нашим оценкам, несмотря на возрастающее давление регулятору удастся сохранить курс гривны до конца III квартала на уровне 8,17-8,2 грн. Однако, в случае сохранения неудовлетворительной конъюнктуры на внешних рынках и текущих макропоказателей, потенциал удержания курса на данном уровне составляет около 12-18 месяцев. Таким образом, если ситуация не изменится и экономика не получит новых стимулов развития потеря возможностей фиксации валютного курса может произойти в 2015 году в самый разгар президентской кампании.



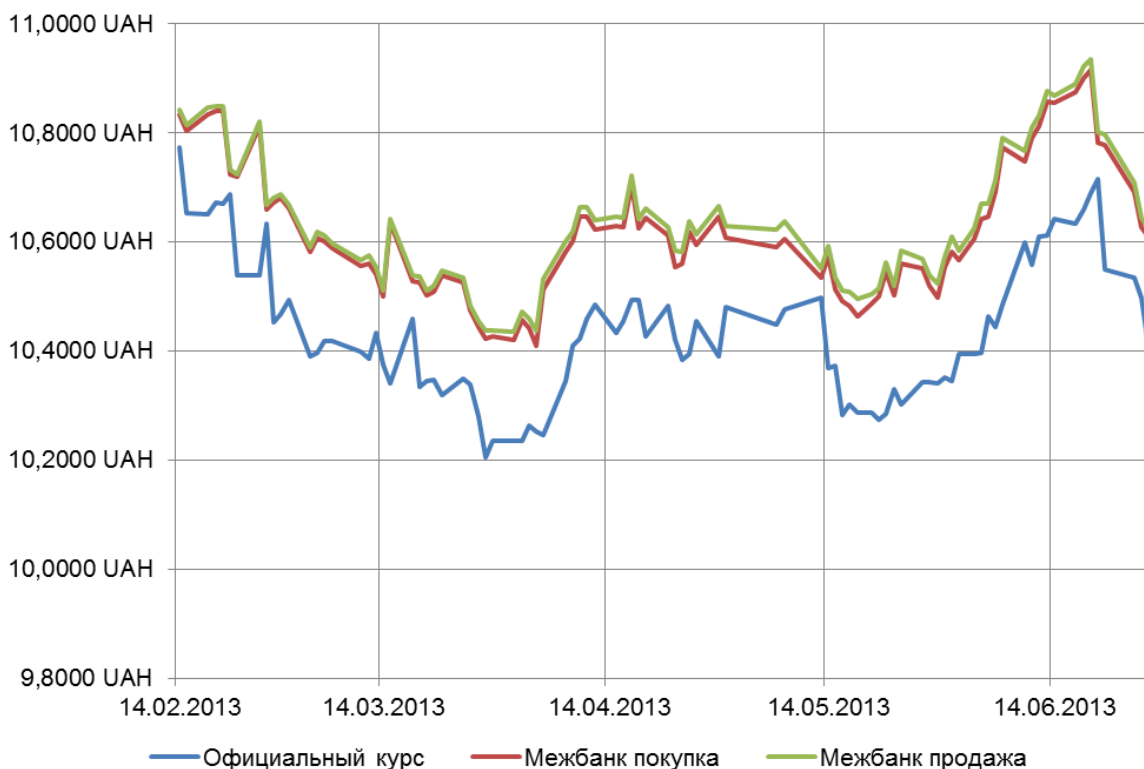
В III квартале 2013 года курс евро будет находиться в границах 10,15-10,6 грн.

Во II квартале 2013 года курс евро находился в коридоре 10,3-10,8 грн. Таким образом, евро находился в границах прогнозного курса, обозначенного нами в предыдущем прогнозе *Ukrainian Economic Trends Forecast 2Q 2013*.

Сохранение неизменным курса национальной валюты в доллара США на протяжении I квартала оставался неизменным с начала года, на курсообразование оказывает влияние лишь динамика пары евро/доллар.

Неопределенность в экономике еврозоны создает неопределенность вокруг евровалюты и способствует ее ослаблению. Согласно заявлениям главы ЕЦБ Марио Драги, во второй половине года еврозона преодолет действующий негативный тренд и начнет восстанавливаться. При необходимости ЕЦБ готов еще снизить процентные ставки. В ЕЦБ полагают, что дно падения еврозоны могло быть достигнуто в середине года, после чего вероятен отскок, надеясь на эффект от стимулирующей политики ЕЦБ и увеличения экспорта при повышении международного спроса. Рост в еврозоне в целом за 2013 год не

прогнозирует ни один из международных институтов. По нашим оценкам, рост к концу года маловероятен или незначителен, в связи с чем волатильность евро сохранится.



Диаг. Курс евро к гривне в I квартале 2013 года.
Данные: НБУ.

Динамика июня месяца продемонстрировала пиковую волатильность. Во втором полугодии колебания могут быть менее резкими. **Мы полагаем, что на протяжении второго полугодия курс евро валюты будет колебаться в пределах коридора 1,27-1,33.**

	2013Q3	2013 Q4
USD/EUR	1,27 – 1,3	1,27 – 1,33

Таб. Прогнозный курс евро в 2013 году
Данные: Da Vinci AG.

В этом случае, на протяжении III квартала 2013 года средний курс продажи наличного евро будет находиться в границах 10,15-10,6 грн. за евро. Данный прогноз предусматривает сохранение стабильности курса доллара США в отношении национальной валюты.



Украине становится все сложнее привлекать валютные заимствования

Неудовлетворительная ситуация на международных рынках капитала вследствие рисков скорого начала количественного смягчения QE3 ФРС США ограничивает возможности

Украины по привлечению заемного капитала по подходящим ставкам. Ситуация с доходностью украинских евробондов остается достаточно неблагоприятной для правительства. В основном это связано с ростом индикатора кредитно-дефолтных свопов (CDS), как отражением негативного восприятия иностранными инвесторами Украины. С середины июня CDS на еврооблигации Украины подскочил почти на 150 пунктов — до 848,9 пункта. Таким образом, размещение новых евробондов до конца лета маловероятно.

Рост стоимости внешних заимствований для Украины потянул за собой вверх ставки по размещению валютных облигаций внутреннего государственного займа. Государству становится все сложнее привлекать валютные ресурсы. Если при размещении ОБГЗ в гривне правительство шло на повышение доходности, то для успешного привлечения именно валютного ресурса на внутреннем рынке оно было вынуждено повысить доходность размещения.

Во второй половине 2013 года властям предстоит выплатить 5,6 млрд. долл., из которых 3,6 млрд долл. приходится на Минфин, 1,7 млрд долл. — на НБУ, остальное — на государственных корпоративных заемщиков. На III квартал приходится 3,1 млрд. долл., на IVквартал — 2,6 млрд. долл. платежей. Это означает, что правительство будет вынуждено занимать в иностранной валюте как из внешних, так и из внутренних источников. Однако мы сомневаемся, что до осени правительству удастся поднять суверенные кредитные рейтинги Украины для снижения уровня доходности украинских бумаг.

На сегодняшний день средневзвешенный уровень доходности украинских бумаг составляет 8,19%, а летнее размещение возможно на уровне не ниже 10%. Полагаем, что в течение лета Минфин возьмет паузу во внешних размещениях, ожидая снижения доходности. **Таким образом, основой заимствования станет внутренний рынок.** При этом ради снижения доходности правительство идет на увеличение срочности заимствований в валюте. Если средневзвешенная длительность эмиссии валютных ОБГЗ в 2011 году составляла 309 дней, в 2012 году - 629 дней, то за 6 месяцев 2013 года - 1049 дней. При этом, полагаем, что Минфин будет все чаще выходить с внеплановыми размещениями на внутреннем рынке.



В III квартале правительство не пойдет на коррекцию бюджета, если заработает система векселей

По итогам первого полугодия доходы общего фонда госбюджета составили 142 млрд. гривен. Рост по сравнению с первым полугодием прошлого года составил 1,1 млрд. гривен, или 0,8%. Возмещено НДС на 27,5 млрд. гривен, что на 4,5 млрд. гривен, или 19%, больше прошлого года. Дефицит госбюджета пока что меньше запланированного — 22,5 млрд. гривен.

При этом дефицит государственного бюджета Украины в январе-мае 2013 года, по сравнению с январем-маем 2012 года, вырос в 5,05 раза — до 18,488 млрд. грн.

Данные свидетельствуют о том, что Нацбанк профинансировал дефицит госбюджета страны, а привлеченные средства от прочих инвесторов (в основном банков) пошли на возврат внешних долгов. Финансовое состояние госбюджета сохраняет тренд ухудшения вследствие стагнации украинской экономики на фоне дефляции.

Бюджет Украины на 2013 год принят с плановым дефицитом на уровне 50,43 млрд. гривен, что составляет 3,2% ВВП. На сегодняшний день большинство расходных статей бюджета финансируются ниже планового уровня. Представители местных властей заявляют о критической ситуации с финансовым обеспечением регионов, средства которых фактически заблокированы на счетах Казначейства. Пока что текущие риски дефолта отсутствуют. Однако остатки на Едином казначейском счете по итогам июня

снизились на 8,62% — до 3,8 млрд гривен, что является минимумом за последние десять лет.

Подобная ситуация обусловлена тем, что Министерство финансов активизирует размещение ОБГЗ на фоне повышенной эмиссионной активности финрегулятора. **Несмотря на то, что эти меры с одной стороны способствуют дофинансированию бюджета, с другой стороны они ведут к усилению инфляционного и девальвационного давления.**

По нашим оценкам, ключевой причиной невыполнения бюджета является **ошибочные прогнозные показатели роста ВВП, заложенные в бюджет**. Оптимистические оценки роста ВВП дают основания говорить о годовом максимуме в 1%, в то время, как основной финансовый документ предусматривает рост на 3,4%.

Динамика ситуации вокруг дефицита государственного бюджета, по нашим оценкам, требует пересмотра бюджета, а также ускоренное закрытие разнообразных налоговых сделок и теневых схем. Однако полагаем, что Министерство финансов в III квартале не выйдет с инициативой о внесении корректив в Государственный бюджет Украины, если принятый инструмент финансовых векселей позволит ослабить давление на дефицит госбюджета.

По нашим оценкам, финансовые векселя позволят снизить долговое давление на внутреннем рынке по статьям возврата НДС. Предприятия выйдут с ними на вторичный рынок, где они будут реализовываться с дисконтом. Активными покупателями этих бумаг станут банковские учреждения, а конечным покупателем – регулятор, который за счет дисконта вторичного рынка сократит уровень задолженности государства на внутреннем рынке.

РАЗДЕЛ 2. ГОСУДАРСТВЕННАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА


Ликвидация теневых схем в сфере производства и реализации нефтепродуктов позволит увеличить поступления в бюджет от уплаты акцизов

С 1 июля 2013 года в Украине должен быть прекращен выпуск топлива по действующим стандартам Евро-2 и Евро-3. Тем не менее, Министерство энергетики и угольной промышленности обратилось в правительство с предложением продлить выпуск топлива по стандартам Евро-3.

В то время как страны Таможенного Союза постепенно повышают требования к производимым и реализуемым топливам, приближая, в частности, их к нормам Европейского союза, Украина постоянно переносит ужесточение топливных стандартов.

С 1 января 2013 г. между тремя странами-участницами Таможенного союза Россией, Беларусью и Казахстаном начинает действовать технический регламент, определяющий сроки и порядок оборота топлив разных стандартов.

	Россия	Беларусь	Казахстан
Бензин К3	до 31 декабря 2014 г.	до 31 декабря 2014 г.	до 31 декабря 2015 г.
Бензин К4	до 31 декабря 2015 г.	до 31 декабря 2015 г.	с 1 января 2016 г.
Бензин К5	не ограничен		
ДТ К2	запрещено	запрещено	до 1 января 2014 г.
ДТ К3	до 1 января 2015 г.	запрещено	до 1 января 2016 г.
ДТ К4	до 31 декабря 2015 г.	до 31 января 2014 г.	с 1 января 2016 г.
ДТ К5	не ограничено		

Таб. Сроки выпуска и обращения топлива согласно Техрегламенту Таможенного союза
Данные: Da Vinci AG.

Опережение в принятии новых регламентов (стандартов) со стороны ТС приводит к тому, что после перехода Российской Федерации на более высокие стандарты, значительные объемы топлива устаревших стандартов направляются на рынок Украины, как это уже происходило с топливом стандарта Евро-2.

Кроме того, сохранение старых стандартов способствует продолжению работы часто нелегальных мини-НПЗ, деятельность которых негативно отражается как на состоянии рынка, так и на доходах государственного бюджета.

Согласно данным министерства энергетики и угольной промышленности Украины, в Украине насчитывается 137 мини-заводов, которые выпускают полуфабрикаты и не платят акцизных сборов. Количество нелегальных мини-НПЗ коррелируется с данными представителей компании WOG, которые оценивают рынок нелегальной нефтепереработки в 100 тысяч тонн в месяц.

Производство нелегальных нефтепродуктов является основной причиной недопоступлений топливных акцизов в бюджет, и оказывают существенное негативное влияние на рынок качества нефтепродуктов.

По данным нефтетрейдеров, а также косвенным оценкам объема реализуемого оборудования для таких предприятий, доля нефтепродуктов, произведенных на мини-НПЗ в Украине, составляет порядка 15-17% всего рынка Украины.

Средняя рентабельность по отрасли составляет 35%. Для сравнения в 2008 году крупные НПЗ в Украине работали с рентабельностью 4%, а оптимальная докризисная маржа оценивалась на уровне 7-8%. Это свидетельствует о том, что **практически весь сегмент**

мини-НПЗ использует схемы уклонения от уплаты акцизных сборов или иные минимизационные схемы.

Работа мини-НПЗ в Украине неразрывно связана с нефтегазовой добычей. Объем нелегальной и неучтенной добычи в Украине оценивается в 70 тыс. тонн (лидер - Полтавская область). Также нелегальная нефтепереработка существует за счет контрабанды нефтепродуктов по подземным нефтепроводам из РФ в объемах 30-50 тысяч тонн в месяц (лидер - Луганская область). Данные нефтепродукты поставляются на мини-НПЗ, с которых реализовываются на региональных сетях АЗС.

При этом топливо, производимое на мини-НПЗ, требует добавления присадок и имеет крайне низкое качество, фактически являясь полуфабрикатом. **Технические возможности всех имеющихся в Украине мини-НПЗ не позволяют им производить бензины класса выше, чем А80.** Принимая во внимание тот факт, что 5 из 6 промышленных НПЗ сегодня остановлены, окончательная переработка нефтепродуктов, получаемых на мини-НПЗ невозможна, а это значит, что **низкокачественная продукция различными путями попадает на АЗС по теневым схемам.**

Мини-НПЗ располагают оборудованием только для атмосферной перегонки нефти, которая позволяет получать бензин с октановым числом 50-60 и возможностью его повышения максимум до 80 за счет применения добавок. В итоге суррогатный бензин зачастую реализуется как А-95 или А-92 по ценам ниже среднерыночной цены А-95 стандарта Евро-4 и Евро-5 на 1 грн. Это означает, что **с данного топлива не проводилась уплата акцизов и ренты.**

Таким образом, **реализация нефтепродуктов с таких мини-НПЗ вводит на украинский рынок заведомо некачественное топливо.** Кроме того, большинство из них задействованы в минимизационных и нелегальных схемах:

- отсутствие регистрации в налоговых органах;
- не являются плательщиками НДС;
- не оплачивают акцизные сборы;
- не оплачивают экологические сборы;
- работают с сырьем, которое добытым из недр без уплаты соответствующих налогов или незаконно изъятым из нелегальных врезок в магистральные трубопроводы.

Общий объем недопоступлений бюджета от деятельности мини-НПЗ составляет около 125 млн. грн. ежемесячно.

Анализ свидетельствует о том, что даже после вступления Украины в Европейское Энергетическое Сообщество, спрос на продукцию мини-НПЗ сохранился со стороны небольших региональных сетей АЗС, которые производили на своих нефтебазах смесевые бензины из полуфабрикатов и спиртовых присадок класса ЭТБЭ.

По различным экспертным оценкам, **в случае прекращения деятельности всех мини-НПЗ, нефтедобывающая отрасль Украины увеличит добычу нефти и газового конденсата на 10-15% с надлежащей уплатой всех налогов и сборов.**

Анализ ситуации на рынке свидетельствует также о существовании схем по уклонению от уплаты акцизов на нефтепродукты, связанные с недоработками в украинском законодательстве. В частности, речь идет о **проблеме уплаты акцизов при реализации биотоплива.**

Согласно нормам Налогового кодекса, в случае добавления к нефтепродукту 30% экодобавки или этанола акцизный сбор с производителя или импортера не взимается. При этом согласно принятому в июле 2012 года закону, в Украине предусматривается поэтапное увеличение нормативно определенной доли производства и применения биотоплива и смесового моторного топлива. Законом установлено, что содержание биоэтанола в бензинах моторных, производимых и/или реализуемых на территории Украины, в 2013 году рекомендуется на уровне 5%, в 2014-2015 гг. – обязательно не менее

5%, а с 2016 года – обязательно на уровне 7%. При этом технические регламенты большинства автопроизводителей устанавливают граничный показатель наличия биоэтанола в моторных бензинах на уровне не выше 10% согласно требованиям Европейского стандарта DIRECTIVE 2009/30/ЕС. Наличие добавок выше этого норматива может быть опасным для топливной системы автомобиля. Поэтому на практике эту границу в 30% не превышает никто. Таким образом, **налицо наличие «дыры» в налоговом законодательстве Украины, которая позволяет декларативно завышать долю биоэтанола в нефтепродуктах без реальной примеси спирта, и таким образом уклоняться от уплаты акциза.** В итоге только в январе-мае 2013 года на рынке было реализовано около 150-200 тыс. тонн топлива, не облагаемого акцизным налогом.

Это означает, что государству **целесообразно установить акцизы на биотопливо на уровне ставок акцизов на обычные светлые нефтепродукты и проанализировать возможность упрощения регуляторной системы в сфере производства биоэтанола.**

Таким образом, если правительству удастся закрыть «схемы» по уклонению от уплаты акцизов и ликвидировать работу нелегальной нефтеперегонки, ценовая политика украинского рынка станет более прогнозируемой, менее волатильной. При этом доля некачественного топлива будет значительно снижена, что создаст позитивные условия для развития добросовестных игроков на рынке.

По нашим оценкам, правительству также необходимо обратить внимание на то, что в течение в 2007-2009 годов вблизи границ Украины и РФ начали работу два мини- и один крупный НПЗ, которые полностью ориентированы на украинский рынок и работают в в дешевом ценовом сегменте. Данный факт требует обратить значительное внимание на контроль качества топлива, импортируемого через таможенную границу Украины.

Правительству стоит также ускорить темпы запрета ввоза и использования устаревших стандартов, и как минимум, синхронизировать этот процесс с аналогичным графиком Таможенного Союза, чтобы не допустить превращения Украины в региональный рынок некачественного топлива.

Кроме того, необходима разработка комплекса мер, направленных на законодательную ликвидацию деятельности мини-НПЗ, которого мы ожидаем в перспективе III-IV квартала текущего года.

Улучшение ситуации с уплатой акциза на нефтепродукты позволит предотвратить повышение акцизов на топливо в среднесрочной перспективе. В связи с этим правительству необходимо больше внимания уделить мерам по ликвидации схем неуплаты акцизов и попаданию на рынок низкокачественного топлива с нелегальных мини-НПЗ.



Осенью вероятно ужесточение монетарной политики НБУ

Во втором квартале регулятор снизил учетную ставку с 7,5% до 7%, что стало обновлением исторического минимума. Аналогичная ситуация наблюдалась лишь в период с 5 декабря 2002 года по 9 июня 2004 года, однако на тогда снижение было более резким – на 1%.

Поскольку в Украине снижение учетной ставки Нацбанка не имеет существенного влияния на рынок, по нашим оценкам, весомых последствий для финансовых рынков от данного шага не произойдет. Однако такой ход регулятора подтверждает дальнейший тренд снижения депозитных ставок в III квартале. При этом к концу года возможно ожидать снижения кредитных ставок на 0,5%.

Подобное смягчение политики регулятора может объясняться подготовкой к осени. Начиная с конца 2012 года Нацбанк пошел на смягчение, позволив банковской системе увеличить банковскую ликвидность. К этому необходимо добавить меры по детенизации рынка, которые регулятор предпринимает вместе с МДСУ. В итоге они способствуют увеличению притока средств в банковский сектор и росту банковской ликвидности.

Таким образом, в случае ухудшения макроэкономических показателей осенью текущего года и росту девальвационного давления на гривну НБУ может пойти на возврат к ужесточению монетарной политики, который не приведет к разбалансированию банковского сектора.



Украина в среднесрочной перспективе может стать ключевым производителем ГМ продукции в Европе

Во втором квартале подтвердился прогноз, опубликованный в *Ukrainian Economic Trends Forecasts на IV квартал 2011 года* относительно создания условий для значительного увеличения распространения ГМ продукции в Украине в среднесрочной перспективе.

В частности, во время запуска завода по производству семян компании DuPont в Полтавской области, было заявлено, что этот ведущий производитель ГМ семян намерен построить в Украине семенной завод стоимостью 100 млн. долл. При этом, профильный министр Николай Присяжнюк заявил о договоренностях после урегулирования законодательства приступить к экспериментальным полям в закрытом режиме, чтобы понять эффективность и последствия генной инженерии в кормовых культурах.

В июне также стало известно, что директор по производству семян компании Monsanto (крупнейшая компания по производству ГМ семян) в Украине и России Елена Фомина возглавила Семенную ассоциацию Украины. При этом согласно сообщению, одним из ключевых приоритетов, которые будут поставлены перед Ассоциацией на следующий год станет работа по усовершенствованию существующего законодательства в области семеноводства и упрощение процедуры регистрации сортов и гибридов растений. Сама же компания Monsanto вдвое увеличила площадь посевов для выращивания семян гибридов кукурузы традиционной селекции и намерена к 2015 году запустить семенной завод.

В компаниях утверждают, что на сегодня не производят ГМ семена на территории Украины. Однако, мы полагаем, что в ближайшем будущем активизируются законодательные инициативы направленные на изменения украинского законодательства в вопросе легализации ГМО в стране. И наличие производственных мощностей, а также более глубокий уровень сотрудничества с агропроизводителями позволит в сокращенные сроки создать в Украине крупную легальную базу по производству ГМ продукции после принятия соответствующих законодательных изменений.

Отметим, что на сегодняшний день лишь пять европейских стран – Испания, Чехия, Словакия, Румыния, Португалия – выращивают ГМ растения. В 2012 году объем площадей под данный посадочный материал увеличился на 11%. При этом, львиная доля посевов приходится на Испанию, там же и происходит наиболее существенный рост за счет увеличения посевов ГМ кукурузы. Компании, которые активно лоббируют и продвигают ГМ семена на рынок ЕС, планируют в 2014 году выйти на рынок с новым ГМ сортом картофеля. Однако, мы полагаем, что в ЕС будет продолжаться политика сдерживания наращивания площадей под ГМ посадочный материал.

Всего же в 2012 году посевы ГМ организмов в мире увеличились на 6% до 170,3 млн. гектаров. В тройку лидеров по объему площадей входят США, Бразилия и Аргентина. Лидерами по распространению ГМ культур являются Китай, Индия, Бразилия, Аргентина и Южная Африка.

Отметим, что в 2012 году решение о выращивании ГМ культур приняло два государства – Куба (кукуруза) и Южный Судан (хлопок). При этом три страны, которые ранее выращивали ГМ растения – Швеция (картофель), Германия (картофель), Польша (кукуруза) – не производили их в 2012 году.

Таким образом, можно констатировать тенденцию относительно активного распространения ГМ производства за счет развивающихся стран. Полагаем, что в данном контексте рынок Украины является крайне интересным для ключевых производителей ГМ продукции. Фактически неограниченные возможности по лоббированию, отсутствие надлежащего государственного контроля, климатические условия и активное развитие агрорынка открывает значительные перспективы для производства ГМО. В связи с этим мы полагаем активизацию лоббистских усилий на уровне исполнительной и законодательной власти в контексте создания условий максимального благоприятствования для полномасштабного развития индустрии производства ГМ продукции в Украине.

Полагаем, что при реализации подобного сценария Украина в перспективе 5-7 лет может стать ключевым производителем ГМ продукции на европейском континенте. Это, в свою очередь, позволит значительно нарастить объемы экспорта агропродукции, в первую очередь, кукурузы.

РАЗДЕЛ 3. ПРОДВИЖЕНИЕ УКРАИНСКОГО КАПИТАЛА И ТОВАРОВ НА ВНЕШНИЕ РЫНКИ

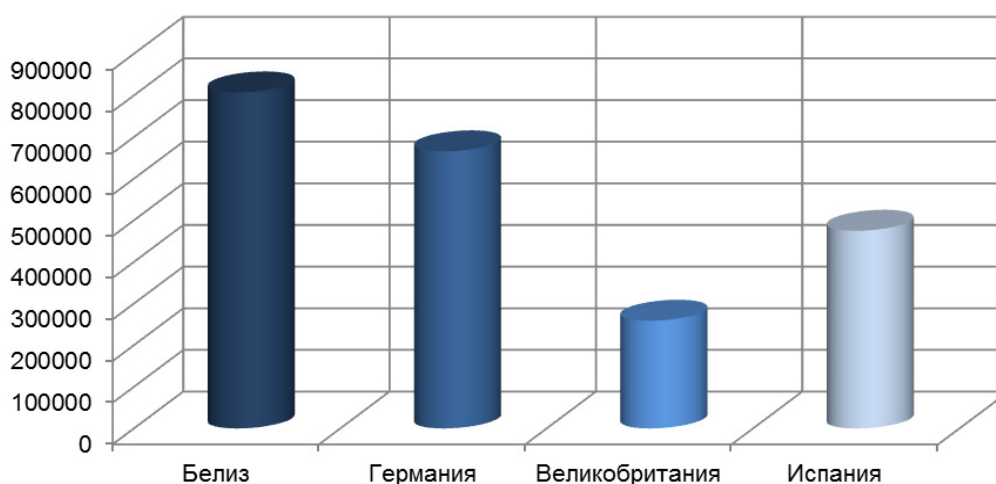


Украина продолжает наращивать экспорт в юрисдикции с упрощенным налогообложением

Как и прогнозировали эксперты Da Vinci AG на рынке оффшорных юрисдикций, после ситуации на Кипре происходит значительное перераспределение потоков. Украинские компании активно осваивают латиноамериканское и африканское направления. В частности, экспорт в Панаму возрос на 277,4%, на Сейшеловы острова - на 1902%, в Маршалловы острова – на 3177,8%, в БВО – на 28,9%.

Также обращаем внимание, что наблюдается рост экспорта в страны с более лояльным фискальным законодательством, которые часто используются украинским бизнесом для соответствующих схем, а именно Нидерланды (+66,2%) и Швейцария (+20,6%).

Однако наибольшей популярностью среди подобных оффшоров пользуется Белиз. Экспорт товаров в эту страну вырос на 132377,9%. Его объем уже превысил экспорт Украины в такие европейские страны как Германия, Великобритания, Испания.



Таб. Сравнение экспорта товаров в Белиз и некоторые государства Европы по итогам 5 месяцев 2013 года
Данные: Госкомстат Украины.

По данным Госкомстата, Украина поставляет в Белиз продукты перегонки нефти. Отметим, что именно из-за активного спроса в оффшорных юрисдикциях Белиз, БВО и Кипра на эту продукцию Украина увеличила экспорт нефтепродуктов на 15,3%. Отметим, что при этом рынок производства данной продукции в стране находится в глубочайшем упадке. Так, за 5 месяцев текущего производства продуктов нефтепереработки упало на 41,8%. Таким образом, вряд ли можно говорить об объективных причинах увеличения экспорта в данную страну.

Отметим, что правительство пока что не имеет сколь-нибудь существенной возможности повлиять на ситуацию, несмотря на попытки исправить ее. В июне было заявлено, что Кабмин договорился с правительством Белиза об обмене информацией по налоговым вопросам. Согласно сообщению, также запланировано подписание аналогичных соглашений с другими государствами - Британскими Виргинскими островами, Антигуа и Барбуда, Сент-Винсентом, Арубой и другими. Однако пока что экспорт, который можно отнести к фиктивному продолжает возрастать.

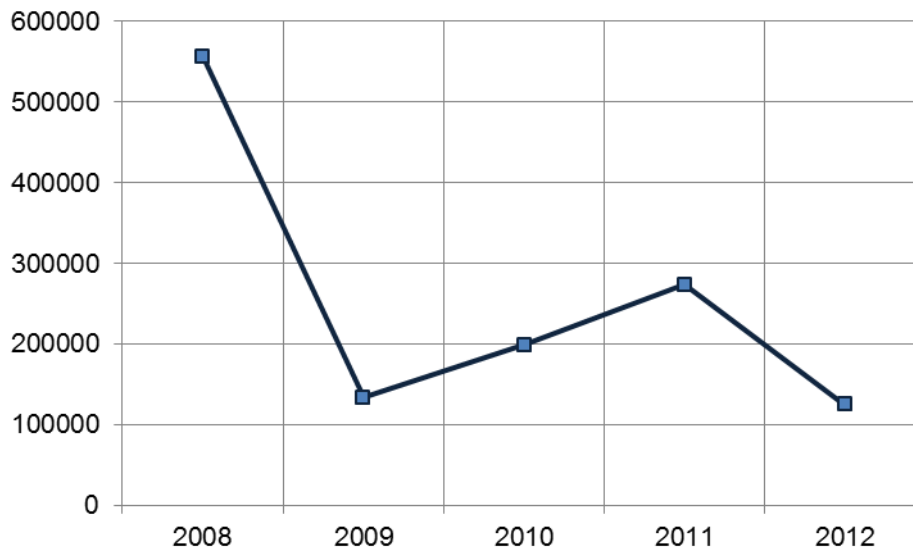
Возможное установление системы контроля внешнеэкономических цен по результатам принятия парламентом соответствующего законопроекта, по нашему мнению, вряд ли полностью решит ситуацию в ближайшее время, даже в случае полномасштабного вхождения закона в жизнь. Вне всяких сомнений новая система контроля трансфертного ценообразования сможет дать возможность контролировать наиболее одиозные сделки и таким образом увеличить поступления в бюджет. Но говорить об эффективности новой системы можно будет только после установления единых правил игры для всех субъектов ВЭД, а также от судебной практики.



Перспективы подписания ЗСТ с Сербией

Во втором квартале правительство анонсировало возможное подписание осенью этого года соглашения о ЗСТ с Сербией. Отметим, что старт данному процессу был дан в 2011 году по итогам украино-сербских переговоров в ноябре.

Усиление торговых взаимоотношений с Сербией интересно Украине по ряду причин. Так, в условиях свертывания традиционных рынков для украинской продукции, официальный Киев вынужден активизировать геоэкономическую активность с тем, чтобы найти новые рынки сбыта. И более активный выход на рынок одного из ключевых балканских государств вписывается в данную стратегию. Особенно с учетом того, что за четыре месяца 2013 года объем экспорта украинских товаров в Сербию сократился на 35,9%, а импорт сербской продукции вырос на 23,5%.



Таб. Динамика экспорта украинских товаров в Сербию с 2008 по 2012 год, тыс. долл.
Данные: Госкомстат Украины.

Украинский экспорт в Сербию – это, прежде всего, продукция ГМК – руда, черные металлы и изделия из них. Стоит отметить, что сербская сторона может рассматривать увеличение экспорта данной продукции в республику в прямой зависимости от прихода украинских инвесторов на одно из крупнейших металлургических предприятий страны - Železara Smederevo, которое было фактически национализировано после решения прежнего владельца - U.S. Steel – об остановке предприятия. Основная проблема, с

которой столкнулся предыдущий инвестор – это отсутствие сырья в регионе и необходимость модернизации, что повлекло за собой серьезные убытки.

Для Сербии потеря данного металлургического предприятия означает не только появление «горячей социальной точки» в городе Смедерево, который находится всего лишь в 50 километрах от Белграда, но и значительный удар по экспорту и ВВП. По некоторым данным, предприятие занимает 14% в экспорте страны, 5% в общем объеме производства и около 1% ВВП.

В сербской прессе высказываются предположения, что новым инвестором на предприятие, который обеспечит бесперебойные поставки сырья, может стать одна из украинских, либо российских компаний. Отметим, что Украина располагает лучшими транспортными возможностями для поставок сырья по Дунаю через Измаильский морской торговый порт. В то же время, у России есть уже подписанный договор ЗСТ с Сербией.

Среди предполагаемых украинских инвесторов называются структуры Рината Ахметова и Константина Жеваго. Возможность прихода украинского инвестора на данное предприятие поднималась на недавней встрече президентов Сербии и Украины. Таким образом, подписание ЗСТ будет в первую очередь учитывать интересы официального Белграда и Киева в вопросе восстановления бесперебойной работы металлургического комбината.

Подобная договоренность на фоне ситуации на мировых рынках сегодня выгодна, как Сербии, так и Украине. Сербия получает работающее предприятие, избегает социального взрыва и усиливает экономические позиции, Украина – восстанавливает хотя бы часть экспорта в проблемной, но крайне важной группе товаров. Условия же на которых подобные договоренности смогут быть выгодными частным инвесторам, судя по всему, может определить договор о ЗСТ.

Сербия на сегодня располагает несколькими соглашениями о либерализации торговли с государствами, которые являются ключевыми партнерами Украины, и с которыми у Украины нет соответствующих договоров. В первую очередь, это соглашение о ЗСТ с Турцией. ЕС также предоставляет Сербии тарифные преференции на ряд товаров.



Кроме того, страна является участником CEFTA и, соответственно, имеет ЗСТ с Албанией, Боснией и Герцоговиной, Македонией, Молдовой, Черногорией. Отметим, что среди этих стран, более-менее, существенным и интересным для Украины балканскими рынками являются рынки Боснии и Герцоговины и Албании. К тому же с Черногорией и Македонией Украина имеет ЗСТ.

Таб. Распределение объема украинского экспорта в страны CEFTA (без Молдовы и Хорватии) по итогам 2012 года.
Данные: Госкомстат Украины.

Отметим, что в плане практической реализации ЗСТ в условиях кризиса достаточно показательными являются последствия реализации договора Украины и Черногории. Пока что прошло мало времени для того, чтобы делать комплексную оценку и все же цифры не являются оптимистичными.

Напомним, что с начала года вступила в действие ЗСТ Украины и Черногории. Однако, пока что позитивных сдвигов в увеличении экспорта в эту балканскую страну не

наблюдается. Так, по итогам четырех месяцев 2013 года экспорт украинских товаров в Черногорию, несмотря на ЗСТ, упал на 61,4%, а импорт в Украину на 47,7%.

Таким образом, мы полагаем, что без достижения договоренностей по приходу украинских инвесторов в металлургический комплекс Сербии и загрузкой украинским сырьем простаивающих мощностей, серьезного прорыва во внешней торговле не произойдет. Обращаем внимание, что за период четырех месяцев 2012 года Украина имела позитивный торговый баланс с Сербией на уровне 18611,6 тысяч долларов. В то же время, за аналогичный период этого года Украина имеет негативное торговое сальдо на уровне -9769,7 тысяч долларов. То есть при пессимистическом сценарии, вместо наращивания экспорта на Балканы Украина может получить отрицательный баланс торговли.

Сербия, так же как и Украина, сегодня активно заинтересована в продвижении своих товаров за рубеж. При этом в правительстве республики особое внимание уделяют экспорту товаров с высоким уровнем добавленной стоимости. Именно на это сегодня направлена новая внешнеторговая стратегия Белграда. Это означает, что Украине при переговорах с сербской стороной необходимо четко понимать возможные потери украинской фармацевтики, пищевой, легкой и мебельной промышленности. Кроме того, на украинском рынке сербы могут претендовать на нишу украинских производителей ягод и овощей.

РАЗДЕЛ 4. СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ**В Украине продолжается концентрация активов в сельскохозяйственной отрасли**

Во II квартале концентрация активов в сельском хозяйстве продолжилась. Так, агрохолдинг «Кернел» Андрея Веревого сообщил о покупке агрокомпании с земельным банком в 108 тысяч гектаров в Черниговской, Сумской и Полтавской областях. Еще один крупный агрохолдинг «Сварог Вест Групп» Константина Григоришина приобрели три сельхозпредприятия, два из которых находится в Хмельницкой области и одно в Днепропетровской.

Кроме того, стало известно о будущих сделках, которые пока что не подтверждены официально. В частности, появилась информация о том, что холдинг Axzon (Дания) ведет переговоры о покупке «Агрокомбината «Калита» (Киевская обл., Украина). Напомним, что данное предприятие входит в «Смарт-холдинг» бизнесмена Вадима Новинского.

Кроме того, в отчетный период сообщалось о том, что агрохолдинг Ukrlandfarming Олега Бахматюка намерен приобрести украинские активы агрохолдинга Valinor (Кипр) за 120-180 млн. долл. Это позволит крупнейшему агрохолдингу страны увеличить свой земельный банк на 358 тысяч гектаров, из которых 123 тысячи находятся в Украине.

Наконец в мае произошло слияние агрокомпании AgroGeneration (Франция) и Harmelia (Киев, Украина). В результате сделки AgroGeneration будет оперировать земельным банком в Украине в размере 120 тыс. га.

Мы полагаем, что **тренд концентрации земельных банков у крупнейших компаний продолжится. Более того, мы прогнозируем, что лидеры рынка станут еще более активными игроками.** Причин для этого несколько. Во-первых, большинство лидеров рынка, по нашей информации, рассчитывают в дальнейшем перепродать вертикально-интегрированные комплексы в сельском хозяйстве иностранным компаниям, в первую очередь, из Китая или арабского мира. Поэтому основная задача для них сегодня это демонстрация постоянного роста и становления холдинга, имеющего серьезные сырьевые, транспортные, перерабатывающие возможности, а также возможности хранения. Вторая причина – это уход с рынка малого и среднего бизнеса, который всерьез опасается значительного ухудшения инвестиционных перспектив для лиц, не имеющих возможностей серьезно лоббировать свои вопросы в органах власти. Третья причина – это все большая заинтересованность иностранного капитала в аграрном секторе Украины. На сегодня стараниями представителей власти и крупного бизнеса Украина получает все более четкий имидж аграрной страны с большими перспективами в плане ведения масштабного бизнеса при тесном взаимодействии с властями. При этом предполагается, что на пути создания на базе Украины современного аграрного государства, крупным иностранным инвесторам, умеющим работать в странах третьего мира с высоким уровнем коррупции, будут предоставлены серьезные возможности без четкой системы контроля со стороны государства. Четвертая причина – это заинтересованность крупных украинских ФПГ во вложении средств в АПК, вследствие того, что эта отрасль становится наиболее перспективной. На фоне системного кризиса в секторе промышленности, в первую очередь, металлургии, сельское хозяйство выглядит выгодным вложением средств на территории Украины. По нашей информации, сегодня многие восточно-украинские ФПГ, которые ранее работали в секторе промышленности, рассматривают возможности серьезного влияния в сектор АПК.

РАЗДЕЛ 5. ТОРГОВЫЕ КОНФЛИКТЫ И ВОЙНЫ



Украина втягивается в торговые войны с основными партнерами

В отчетный период Украина получила несколько сигналов от своих основных внешнеэкономических партнеров, которые уже переросли или могут перерасти в ближайшей перспективе в серьезные торговые конфликты.

Так правительство Турции приняло решение о повышении пошлин на импорт грецких орехов с Украины на 23% до 66,2%. По мнению турецкой стороны это адекватный ответ на введение Украиной специальных пошлин на импорт автомобилей.

Ограничения на ввоз автомобилей послужили причиной для нанесения нового удара со стороны России в рамках вялотекущей торговой войны. Так, Кремль в рамках механизмов ВТО уведомил о планах введения пошлин на импорт с Украины шоколада и шоколадных изделий (0,1 евро за 1 кг), флоат-стекла (15%) и угля (54%). Ущерб от введенных Украиной пошлин Россия оценила в \$36,12 млн ежегодно, ответная мера позволит получить \$35,9 млн. При этом было заявлено, что у России имеются претензии к качеству кондитерских изделий. Отметим, что вопрос качества является фактически неизменным инструментом РФ для установления барьеров относительно импортной продукции. Кроме того, премьер-министр РФ Дмитрий Медведев на совещании по развитию черной металлургии в РФ сообщил о решении «не продлевать действие квот на поставку украинской трубной продукции в этом полугодии, несмотря на ряд обращений по этому поводу».

Свою обеспокоенность пошлинами выказал и Брюссель. ЕС оценил понесенные убытки от введения спецпошлин на уровне 250 миллионов евро. Пока что ЕС не планирует применять ответные санкции, однако, в случае отсутствия реальных подвижек в вопросе либерализации внешней торговли Украина-ЕС осенью текущего года, Украину может ожидать начало торгового конфликта с Евросоюзом.

Кроме того, в отчетный период первый секретарь экономического отдела посольства США в Украине Кристофер Смит заявил, что Украина вновь может быть исключена из списка стран-бенефициаров Всеобщей системы преференций в случае отсутствия реальных подвижек в вопросе защиты интеллектуальной собственности. Причем, как пояснила директор отдела интеллектуальной собственности и инноваций Элизабет Кендл: «если говорить о потере торговых преференций, это может касаться льготных таможенных пошлин».

Таким образом, за отчетный период Украина втянулась в торговые конфликты сразу с 4 торговыми партнерами, которых можно отнести к стратегическим. При этом подобные процессы происходят на фоне ухудшения ситуации с украинским экспортом фактически на всех основных рынках, куда поставляется украинская продукция.

Страна/регион	Динамика экспорта украинских товаров в некоторые регионы и государства
ТС	-11,40%
Россия	-13,70%
Беларусь	12,60%
Казахстан	-12,60%
ЕС-27	+6,9%
Германия	-0,70%
Польша	-10,90%

Венгрия	9,00%
Болгария	-12,40%
Италия	9,80%
Испания	-7%
Великобритания	66,20%
Франция	57,90%
Китай	65,90%
Индия	-13,60%
Япония	-52,60%
Корея	-74,50%
MENA ²	-28,70%
Египет	-27,80%
ОАЭ	-26,20%
Сирия	-29,70%
Ливан	-69,20%
Саудовская Аравия	-5,90%
Ливия	44,50%
Алжир	-71,90%
Ирак	9%
Турция	4,50%
Иран	-52,70%
США	-9,80%

Как видим, позитивная динамика наблюдается пока что лишь при экспорте в Китай и Турцию, а также в европейские страны, что, впрочем, не решает проблему снижения экспорта украинских товаров на традиционные рынки сбыта в Германию и Польшу. Полагаем, что до конца года ситуация значительно не улучшится на фоне политических конфликтов в странах MENA, особенно в Египте, экономической ситуации в ЕС, а также мировой конъюнктуры на ключевых для украинского экспорта рынках (кроме продукции АПК). Экспорт зерновых может улучшить показатели, однако влияние роста экспорта этой продукции на внешнюю торговлю кардинально не изменит ситуацию.

В подобных условиях начало торговых конфликтов, которые приведут к уменьшению украинского экспорта на рынки ключевых стран-партнеров, выглядит крайне непродуманным шагом. Поэтому мы полагаем, что в нынешних условиях Украине стоит придерживаться стратегии усиления сотрудничества с ключевыми внешнеэкономическими партнерами, особенно Турцией.

Ограничение импорта является эффективной стратегией в новых экономических условиях, однако оно не должно повлечь за собой сокращение экспорта украинских товаров по всем ключевым направлениям.

² Под странами MENA подразумеваются Бахрейн, Ирак, Иордания, Катар, Кувейт, Ливан, ОАЭ, Оман, Палестинская Территория, КСА, САР, Алжир, Египет, Ливия, Марокко.